

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1924号 2008年05月26日(月)

《 rising long-term interest rates 》

ドル・円が基本的にレンジで推移し、その他通貨がやや円安に移行したのは予想通りの動きで、為替市場はどちらかと言えば静かでした。時々やや幅のある円高修正の芽を孕みながら、為替は当面このような動きでしょう。ただし、以下に述べるように今後の波乱要因は多い。

その一つは、先週目立った長期金利の上昇です。日本やアメリカで目立ちましたが、これは別に日米に限った話ではない。世界的な現象です。むしろ欧州でもそう。3月が最近のローでした。例えばドイツの長期金利は3月には3.7%前後があった。それが今は4.3%です。

日本を見ると、3月は1.2%台だったと思ったのですが、今ではもう1.7%台になっている。私が記憶しているだけで、時にパニック売りが債券市場で見られて、この一ヶ月間にサーキット・ブレークやそれに近い状況が最低2回はあった。一時は3.3%前後にあったアメリカの長期金利(10年)も、既に4%が限りなく見えるところに来ている。

まず指摘できる背景は、原油など商品価格の急騰による物価高、それもあつてのインフレ懸念の台頭です。物価は実際に多くのモノで上がっている。ガソリンなど原油がらみのものもそうだし、小麦など穀物などに関連したモノもそうだ。中には品薄になるものも出てきている。品薄やジワリとした物価上昇は、人々のインフレ懸念を強める。

そう言えば、世界各地では「食糧不足」や「食糧品価格の急上昇」に対して暴動も起きている。人々が「モノが足りなくなる」「モノが高くなる」という思いを強くしてくれば、「余分に買って貯めておく」という行動に出る。一人一人の消費者の行動でも合わせれば大きい。企業もそういう行動を取るとインフレ圧力には拍車がかかることになる。世の中はとかくスパイラルで、インフレが顕著になると、インフレ圧力は高まるという構造になっている。

今の世界では、豊かな消費者が途上国を中心に増えていて需要が強いが故に、価格が上がっても需要が下がらないという状況が生まれている。原油などその典型例です。白川日銀総裁が指摘している通りである。モメンタムとは恐ろしい。原油は数多くの製品やその包装関連にも広く使われている。その大本が上がっているとすれば、世界的な物価高の恐れは強い。

物価が上がって需要が下がって景気鈍化ということになれば、インフレ懸念は後退に向かう。しかし今の世界経済全体における需要の強さを見ると、そこに到達するには相当時間がかかる気がする。もしそうでなかったら、原油価格はとっくに反落している筈です。供給サイドに問題があることも確かですが、今の世界では主に需要増を背景に物価が持続的に上昇する仕組みが出来ている。

《 a close call 》

第二は、こうした状況を受けた当局の方針転換です。つまり、信用不安を受けた急激な緩和姿勢から、インフレを念頭に置いた政策への転換の可能性の高まり。

昨年後半から今年春までの「金融緩和」を先導してきたのはFRBでした。しかしそのFRBでさえも、明らかな金融政策の運営方針の転換を行っているように筆者には見える。この世界最大の経済を担当する当局の方針転換は、他の諸国の金融政策にも明らかな影響力を及ぼす。

先週公表された今年4月29-30日に開催され FOMC の議事録で、一番のポイントは、以下のところでしょう。明らかに政策運営の方針転換が見られる。

「In the Committee's discussion of monetary policy for the intermeeting period, most members judged that policy should be eased by 25 basis points at this meeting. Although prospects for economic activity had not deteriorated significantly since the March meeting, the outlook for growth and employment remained weak and slack in resource utilization was likely to increase. An additional easing in policy would help to foster moderate growth over time without impeding a moderation in inflation. Moreover, although the likelihood that economic activity would be severely disrupted by a sharp deterioration in financial markets had apparently receded, most members thought that the risks to economic growth were still skewed to the downside. A reduction in interest rates would help to mitigate those risks. However, most members viewed the decision to reduce interest rates at this meeting as a close call. The substantial easing of monetary policy since last September, the ongoing steps taken by the Federal Reserve to provide liquidity and support market functioning, and the imminent fiscal stimulus would help to support economic activity. Moreover, although downside risks to growth remained, members were also concerned about the upside risks to the inflation outlook, given the continued increases in oil and commodity prices and the fact that some indicators suggested that inflation expectations had risen in recent months. Nonetheless, most members agreed that a further, modest easing in the stance of policy was appropriate to balance better the risks to achieving the Committee's dual objectives of maximum

employment and price stability over the medium run.

「The Committee agreed that that the statement to be released after the meeting should take note of the substantial policy easing to date and the ongoing measures to foster market liquidity. In light of these significant policy actions, the risks to growth were now thought to be more closely balanced by the risks to inflation. Accordingly, the Committee felt that it was no longer appropriate for the statement to emphasize the downside risks to growth. Given these circumstances, future policy adjustments would depend on the extent to which economic and financial developments affected the medium-term outlook for growth and inflation. In that regard, several members noted that it was unlikely to be appropriate to ease policy in response to information suggesting that the economy was slowing further or even contracting slightly in the near term, unless economic and financial developments indicated a significant weakening of the economic outlook.」

読めば読むほどこの議事録は正直で興味深い。まずは「a close call」。

ご存知の通り、4月末の前回のFOMCは2.25%の短期金利誘導目標を0.25%下げた。二人の反対者(Richard W. Fisher and Charles I. Plosser)が出たことは会議後の声明で明らかになっていた。FRBを見ている人間としては、「反対者が二人なら、大多数のFOMC出席者はそれでも依然として利下げに賛成したんだ」と思う。

しかしFOMCは議事録の中で、それでも利下げの決定は「a close call」だった、「際どかった」と述べているのである。

どういう事かという、それは「利下げに賛成した人の中にも、迷った人が多くいた」ということでしょう。そうでなければ、「a close call」という単語をこの文章をまとめた人は使わない。

認識としては、「the risks to growth were now thought to be more closely balanced by the risks to inflation」が重要です。つまり、「成長に関わるリスクは、インフレに関わるリスクと以前よりさらにバランスしている」という点。どういう事かという、今までは「成長に関わるリスク」が「インフレに関わるリスク」を凌駕してきた。それ故に利下げを続けてきたが、それが拮抗してきた、と言っているのである。

強くなるモメンタムは明らかに「インフレに関わるリスク」の方にある。今まで半年以上にわたって当局の心を悩ませてきたのは信用不安であり、金融機関の経営の悪化がもたらす資金の流れの目詰まり、そして景気の悪化だった。しかし前二者に関しては、「最悪期は過ぎた」との見方が強くなっている。

もっと重要な文章がその下にある。これは当初日本ではあまり報じられていなかったが、原文を見ればその重要性が分かる。引用文章の最後に下線を引いた部分です。

「景気先行き見通しが大きく悪化しない限り、多少経済の鈍化が進んだとか、多少景気が縮小したという情報があっても、利下げをすることは妥当ではないと一部のメンバーは考えた……」

とある。つまりこの部分は、「もう景気見通しの大幅な悪化」がない限り、「利下げはしない」と言っているように見える。財政や市場対策を含めて、当局としてはやることはやった、という認識です。

《 weak yen ahead ? 》

世界的な金利の上昇が為替にどう響くのか。筆者は、低金利の円に不利に、つまり円安に働く可能性が強いと思う。

原因は分母の大きさの違いである。例えば世界的各国均等に金利水準が20%上昇したとして、分母が1%台の国と、4%台の国では、上がる金利の幅は明らかに後者が大きい。つまり、金利差は開くわけだ。前者を例えば低い金利を持つ日本に、後者を比較的高金利の国に置けば、金利上昇局面では「一般的に金利差は拡大する」という傾向が読める。

むろん、金利が低いと言うことは「上昇余地が大きい」とも読める。しかし一方で、今まで金利が低かったと言うことは、当該国にそれだけデフレ圧力、デフレ懸念が強かったと言うことを意味するとも読み取れる。多分、そもそも国内にインフレ懸念が強く比較的高金利国の金利の方が、躊躇なく金利上昇局面では上がるだろう。

そういう観点から見ると、ここ2～3週間の円相場の他通貨に対する円安の動きは十分理解できる。むろん、繰り返し述べているように今の相場がしばしば「ノコギリ相場」であることは忘れないで欲しいが。

先週筆者が「これは良い発言だ」と思ったのは、週末に一齐に載った白川日銀総裁のそれである。「グリーンズパン氏のバブル対応に否定的 日銀・白川総裁」といった見出しで24日の各紙朝刊に載った。恐らく各紙の共同インタビューだったのでしょう。例えば朝日は、

『日本銀行総裁に4月に就任した白川方明氏が23日、朝日新聞などのインタビューに応じ、資産バブルへの中央銀行の対応について「物価上昇率が低いというだけで金利を上げないのは適切ではない」と述べ、資産価格の上昇にも注意して金融政策を行うべきだとの考え方を示した。

「バブルを予測し、取り除くのは不可能だ」として、バブルの予防に消極的だった米連邦準備制度理事会（FRB）のグリーンズパン前議長の路線に、否定的な見解を示したものだ。グリーンズパン氏はバブルは崩壊後の対応に重点を置くとしていたが、この方

針がサブプライム問題を招いたとの批判が出ている。

白川氏は「日本でも87～88年は消費者物価の伸びがゼロ%台で、利上げへの理解が得られなかった」として、日本のバブルの原因に利上げの遅れがあったと指摘。米国のサブプライム問題についても「原因はまだ分からないが、どの程度、(低金利政策が)現在の問題に影響しているかが問われている」と語った。

さらに「この20年間、世界でバブルが発生する頻度が確実に増えているが、政策面の対応は中央銀行も銀行監督当局も完全に正解を得てはいない」として、今後の規制・監督の議論に積極的に加わっていく意向を示した。』

と述べている。「バブルを予測し、取り除くのは不可能だ」というのはグリーンスパンの発言の中でも有名なものだが、その発言の妥当性には大きな疑問がある。政策担当部局の責任者として、責任逃れをしているように見えるし、「最後は市場が決める」にしても「自動修正の習性を持ちながらも、市場は常に歪みをもっている」との認識を放棄し、過去の経験を軽視しているように見える。

日銀の当局者として、こうしたグリーンスパン流の「(バブル発生に関する)当局無力論」に警鐘を鳴らしたのは良かったと思う。問題は、それをどう実行できるか。これに関しては各回によって違い、正解がない。

今週の主な予定は以下の通り。

| | |
|----------|--|
| 5月26日(月) | 米国市場休場(Memorial Day) 英国市場休場(スプリングホリデー) |
| 5月27日(火) | 4月企業向けサービス価格指数 米5月コンファレンスボード消費者信頼感指数 米4月新築住宅販売件数 米大統領選予備選(アイダホ州) |
| 5月28日(水) | 第4回アフリカ開発会議(TICAD)(~30日、横浜) 日銀国際コンファレンス(~29日、「金融政策理論の最先端について」、白川日銀総裁が挨拶、海外中央銀行、内外学会関係者が参加) 米MBA住宅ローン申請指数 米4月耐久財受注 |
| 5月29日(木) | 4月商業販売統計 EU5月景況感指数 米1~3月GDP(改定値) 米ニューヨーク連銀総裁講演 コーン米FRB副議長講演(「金融市場について」) |

5月30日(金)

4月鉱工業生産(速報)

4月労働力調査

4月家計調査

5月都区部・4月消費者物価

EU 5月消費者物価(速報)

EU 4月失業率

米4月個人所得・支出

米4月PCEコアデフレーター

米5月シカゴ購買部協会景気指数

米5月ミシガン大学消費者信頼感指数(確報)

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。また雨がち。だからでしょうが湿度が高かった。NHKが週末に放送した北極の変調などを見せられると、天候には嫌な気持ちを持たざるを得ない状況ですが、これからまた湿度の高い天候が多くなる。体調には気をつけたいものです。

週末はいいこともあった。野球がゆるりと見る事が出来た、ということです。何試合かマリナーズ対ヤンキースの試合を見ながら、「去年イチローが下したマリナーズ残留の決定はやはり間違いだったのではないか」と考えていました。やはり優勝が欲しかったら、イチローはどこかのチームに移るべきだった、と。

私もそうだったし、専門家を含めて多くの人もそうだったと思うのですが、去年契約の更改期を迎えたイチローの去就については「移籍」を予想しました。既にイチローが欲するものは、「MLB優勝(アメリカではワールド・チャンピオンと言う)」しかなかったからです。去年イチローはランニング・ホームランを打つなどしてMLBオールスターズでもMVPを獲得するなど、安打(連続)記録を含めて「他のことはすべてゲットした」という状況だった。その前はWBCでも優勝した。で私も考えたのですが、「優勝」が欲しかったらマリナーズから他のチームに移るべきだ、と。

しかしイチローが下した結論は、「残留」でした。表面的な彼の説明は「(去年はプレーオフにあと少しで出られる状態だったことから)このチームでも(優勝を)狙えそうだから」というものだった。ただしその後の彼の発言を聞くと、最後の結論は「(このチームは)俺がいなければだめっしょ」というものだった。

しかしこの週末の3試合を見ても、無惨なマリナーズの負け方が多い。筆者が考えたのは、「マリナーズはイチローがいてもダメ」なのではないか、というものでした。マリナーズは2~3年前に大きな補強もしている。にも関わらず、マリナーズの選手には「戦う」という意志が見えない。もう終わったような監督を雇い入れるのがこのチームのここ数年の傾向です。前の監督など、「もう情熱がなくなった」と言って辞めた。オリックスのコリンズの言い方とそっくりでした。

選手も味が抜けたような人々が多い。セクソンを見ると、当たるようには思えない。ペルトレイも他のチームでは違うプレーが出来る選手に見える。覇気を感じないのである。イチローは今のチームの不振に関して、「選手が悪い」と言っている。彼の気持ちの中にあるのは「自分を含めて」ということでしょうか、より他の選手に対する批判が大きいことは当然でしょう。こうした発言が、いつかのようにイチローを浮かしてしまふ。

ま、本当の原因はオーガナイゼーションでしょう。もしかしたら、北米の西部にあるチームはここだけという慢心から、また優勝するにはコストがかかるという認識から、以前の日本のどこかのチームのように、「ほどほどで良い」と考えている可能性もある。考えていなくても、そう見えてしまふ。それでは、イチローの「優勝したい」という夢は叶わない。

これだけ弱いと、可能性としては選手にも地域にも、そしてオーガナイゼーションとしても、「このままじゃいかん」という認識が生まれるかも知れない。マリナーズは伝統的に、育った選手を高く売ってきた。A-ロッドもそうです。しかし優勝するためには、バランスを崩さないように逆に良い選手を育てるか、獲得しなければならない。

センターで守っているイチローをテレビが映す度に、「彼は今何を考えているのだろう」と考えてしまった次第。

それでは、皆様には良い一週間を。

《当「ニュース」は住信基礎研究所主席研究員の伊藤(E-mail ycaster@gol.com)の相場見解を記したものであり、住友信託銀行の見通しとは必ずしも一致しません。本ニュースのデータは各種の情報源から入手したものです。正確性、完全性を全面的に保証するものではありません。また、作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。》